

博士学位請求論文審査報告書

著者名：布袋正樹

論文題目：日本企業及びその外国子会社の配当政策と税制に関する実証分析

1. 論文の概要

布袋氏の学位請求論文は、日本企業及びその外国子会社の配当政策・所得移転政策に税制が与えた影響についての実証研究である。現代コーポレート・ファイナンスの諸理論においては、税制が企業の財務政策に重要な影響を及ぼす可能性が指摘されており、また望ましい法人税のあり方を議論する上でも、企業の財務政策への税制の影響は無視できない。にもかかわらず、我が国においては税制の日本企業の財務政策への影響に関する本格的な実証研究は限られているのが現状である。

本学位請求論文は、企業の財務政策のうち、とくに配当政策・所得移転政策に着目し、税制の影響を分析している。企業の配当政策と税制の関係についての諸理論と先行研究を概観した序章に続き、3章により構成されている。第1章は、日本企業の配当政策と税制につき、時系列データを用いた分析を行い、第2章においては、日本企業の外国子会社の配当政策につき、本社の配当政策との関係を中心に分析が行われている。第3章は、「みなし税額控除制度」の海外子会社の所得移転政策への影響の分析を行っている。

序章 企業の配当政策と税制

第1章 日本企業の配当政策と税制

－「1割配当」ルールの影響を考慮した分析－

第2章 日本企業の外国子会社の配当政策

－本社の配当政策からみた分析－

第3章 みなし外国税額控除の所得移転効果

2. 各章の内容と貢献

第1章は、日本企業の配当政策と税制について、これまで提起された仮説に基づき説明を試みたものである。配当政策と税制の関係については、①限界投資家は（実質的に）非課税であり、配当増税は配当政策に影響を与えないとする Tax Irrelevance View、②配当増税が配当の減少を招くとする Traditional View、③自社株取得規制下で配当は残余であり、（恒久的な）配当増税は配当政策に影響を与えないとする New View の3つの主な見方が存在する。他方、日本企業の配当政策については、株式額面の1割につき配当金を支払うという「1割配当」ルールの存在が指摘されてきた。配当税制改正の配当政策に対する影響の分析については、英国企業に関する Poterba and Summers (1985)、米国企業に関する Poterba (1987) および Poterba (2004) 等が Traditional View が支持する実証結果を得ている。しかし、日本企業の配当政策への税制の影響については、十分な分析はなされて

こなかった。

本章においては、Poterba (1987) および Poterba (2004) の枠組みを用い、過去の税制改正が日本企業の配当政策にどのような影響を与えたかを 1971 年度から 2000 年度までの時系列データに基づき分析している。分析において重要な役割を占めるのが、配当と株式譲渡益に対する課税において、配当がどれだけ相対的に有利になっているかを示す「配当の税制上の相対的有利さ」である。その日本企業の配当政策への影響を見るため、本章では、配当政策に関する Lintner モデルに、配当の税制上の相対的有利さの変数、さらに「1割配当ルール」の影響の可能性を踏まえ、株式額面総額の代理変数（資本金額）を加えた長期的関係を前提とした部分調整モデルを想定し、分析を行っている。その結果、配当の税制上の相対的有利さが日本企業の配当政策に影響を与えていることは確認されなかった一方、株式額面総額の代理変数が配当額に強い影響を与えてきたことが示されている。この結果は、過去の日本企業の配当政策が、現代コーポレート・ファイナンス理論では説明が難しい「1割配当ルール」に従っており、税制の影響を受けてこなかったことを意味している。

日本企業の配当政策への税制の影響は、日本企業の財務戦略や我が国の今後の法人税改革のあり方を考える上で非常に重要な要素であり、本研究の貢献は貴重である。とくに、過去の日本企業の配当政策が「1割配当ルール」に従い、税制の影響を受けてこなかったとの実証結果は非常に興味深い。また、過去の配当の税制上の相対的有利さの推計の過程においては、当時の税制の細かい点につき配慮しつつ、様々な種類の投資家の限界税率についての非常に煩雑な推計を行うことが必要となるが、本章においては、必要に応じ、適切な仮定を置きつつ、丁寧な推計を行っており、この点も高く評価できる。本章のもとになった論文は、國枝繁樹と共同で執筆され、日本財政学会での発表・査読を経て、日本財政学会誌『財政研究』第4巻(2008)に掲載されている。

第2章は、税制と配当の問題を日本の海外子会社の親会社への配当（利益送金）の場であらえたものである。問題は次のようである。すなわち、日本の法人税は、海外子会社の利益に対して、全世界所得課税方式を適用している。この仕組みのもとでは、海外子会社の利益は、日本の本社に送金された時点で、本社の所得に合算され、日本の法人税率が適用される。ただし、外国税額控除制度が適用され、海外で払った税額は日本の法人税額から控除されることによって二重課税の回避が図られている。

一方、日本の法人税率は、国際的に見ても非常に高い。したがって、海外から送金された利益に対して、ほとんどの場合、日本において追加的な税が課せられることになる。一方、海外に所得を留保しておけば、課税の繰延べが可能である。にもかかわらず、税制上不利だと考えられる配当を本社に送金する海外子会社が存在している。このような現象は、「配当パズル」と呼ばれている。

この章の第1の貢献は、経済産業省の『海外事業活動基本調査』で収録されている日本

の海外子会社データと親会社の財務データを連結し、売上高、利益などの面で親会社と子会社の比較を行い、日本の海外直接投資の実態を原データから明らかにしていることである。そこで発見されたことの一つは、海外からの利益送金が、親会社が配当するときの原資として重要な役割を演じているということである。論文の第 2 の貢献は、そうした実態を踏まえて、親会社のサイドから海外子会社の利益送金を分析したことである。

得られた主な結果は以下のとおりである。第 1 に、本社が国内の利益で配当原資を賅えなくなると、外国子会社の配当が増加することである。第 2 に、その効果は外国子会社への本社の出資比率の影響を受け、本社の出資比率が 100%の外国子会社は、そうでない場合と比べて、敏感に配当政策を変更することである。これらの結果は、本社の配当資金需要が外国子会社の配当政策に重要な影響を及ぼすことを示しており、外国子会社の配当パズルを説明している。この章のもとになった論文は、田近栄治と共同で執筆され、査読を経て、内閣府の『経済分析』No. 182 (2009) に掲載されている。

第 3 章もまた、税制がわが国の海外子会社の行動にどのような影響を及ぼしたかを検討したものである。ここで取り上げた税制は、外国税額控除制度の特別な措置である「みなし税額控除制度」であり、この制度は、発展途上国における日本からの投資を促進することを目的としている。その仕組みは、投資先の発展途上国で課される法人率が日本における法人税率よりも低い時、その子会社が日本の親会社に利益を送金すれば、日本において途上国で払った法人税額分しか税額控除の対象とならない。途上国の側に立てば、せっかく法人税を優遇しても、日本の法人税が優遇税率を上回る分だけ、日本に税を取られてしまうことになる。そこで、特定の途上国に対しては、あたかも優遇税率が適用されなかったように考え、法定税率が適用されたとする。そうすることによって、日本の子会社が利益を日本の親会社に送金したときに、投資先の途上国の法定税率と優遇税率の差分は、「みなし税額」として外国税額控除の適用が可能となる。

この「みなし税額控除制度」は、かつてはシンガポール、韓国などに適用されたこともあるが、その後中国、インド、ブラジル、メキシコ、ベトナムなどにも適用され、2004 年には 17 カ国に適用されていた。本章は、この制度が親会社からの利益移転などをつうじて海外子会社の利益にどのような影響を及ぼしたかについて検討を行っている。

具体的には、1996 年から「みなし税額控除制度」の適用されたメキシコを取り、その前後でメキシコにおける日本の子会社の利益率が上がったについて調べた。もし、日本の親会社が「みなし税額控除制度」を有利に使おうとしたのであれば、海外のメキシコの子会社の利益を増やし、そこでみなし税額を増やしたうえ配当するであろう。とすれば、「みなし税額控除制度」制度によってメキシコの子会社の利益率は、他の投資先の国の子会社よりも上がるはずだ。

以上の仮説を輸送用機械、電気機械、化学を取り、まず「差の差」、つぎに、回帰分析によってテストしている。結果は、いずれの分析でも、輸送用機械において「みなし税額控

除制度」が有意に子会社の利益をあげていた。その他の産業ではそうした結果は得られなかったが、布袋氏は、圧倒的な投資規模である輸送用機械では、無形資産も多く、それを利用した移転価格を使って利益を操作した可能性があるとしている。この分析については、審査員から「みなし税額控除制度」が子会社の配当行動に及ぼす効果についても分析すべきだという指摘があり、審査後この点を補強した分析を行い、仮説を支持する結果を得ている。この章は、すでに『一橋経済』第1巻（2006年）に公刊された論文を改訂したもので、「みなし税額控除制度」についてより興味深い内容となっている。

3. 評価

以上のような内容の本学位請求論文は、これまで十分な分析がなされてこなかった日本企業の配当政策と税制の関係に関する実証研究であり、貴重な貢献であるといえる。まず、税制の実証研究においては、税制の細部まで考慮して分析を行う必要があるが、第1章・第2章の推計においては、そうした点につき、丁寧な取扱いがなされている点は評価してよい。第2に、日本企業の配当問題を海外子会社からの配当という視点から取り上げ、ここで生じている「配当パズル」を親会社のサイドから説明したことも評価に値する。

第3章では、「みなし税額控除制度」による親会社から海外子会社への利益移転の可能性について分析がなされたが、審査の経過において、配当への効果をより直接的に分析できないかという指摘がなされた。これに対しては、上に述べたように、追加的な分析がなされ、審査委員からも了承を得ている。

日本企業の海外進出のなかで、外国税額控除制度の一部が大きく変わり、2009年度改正によって、海外子会社などから送金された配当が、親会社の益金に不算入となった。時代はさらに先に進もうとしている。この論文を出発点として、布袋氏にはさらなる貢献を望みたい。

以上より、審査員一同、布袋正樹氏が一橋大学博士（経済学）を授与されるべき資格を十分に有していると判断する。

2010年2月18日

論文審査員

田近 栄治

國枝 繁樹

深尾 京司

別所 俊一郎

渡辺 智之